

LUIS ANGEL ROJO DUQUE

Director General del Banco de España

Déficit público y política monetaria

Conferencia-coloquio celebrada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Barcelona el 25 de enero de 1984 correspondiente a la primera sesión del **Seminario de Economía Española**. Antonio Flores Lemus

I

Voy a hablar del tema que en este momento, por razones obvias y un tanto penosas, estoy trabajando más, que es el tema de déficit público y política monetaria.

Quiere explicar en primer lugar por qué he sugerido repartir el documento del señor Akhtar.¹

En el mes de noviembre del año pasado, el Banco de Pagos de Basilea organizó una reunión de economistas y de economistas de bancos centrales sobre el tema de las innovaciones financieras. Como documento de base a esta especie de seminario el Banco de Pagos encargó a uno de sus jefes de estudios, el señor Akhtar, que escribiera una ponencia general que resumiera lo que se había escrito sobre el importante tema de las innovaciones financieras y sus repercusiones para la política monetaria.

El documento es ciertamente un resumen de la literatura que se ha producido sobre este tema en los dos o tres últimos años.²

Es simplemente una especie de documento de referencia que voy a utilizar como punto de apoyo en esta breve exposición.

II

Como todos sabemos las innovaciones financieras se han acelerado notablemente a lo largo de los tres o cuatro últimos años, especialmente en Estados Unidos, seguido posiblemente, por orden de importancia e intensidad en el fenómeno, de Canadá y de Inglaterra y, con mucha menos importancia, en los países europeos continentales.

1. M.A. AKHTAR (1983): "Financial innovations and their implications for monetary policy: an international perspective". BIS Economic Papers, núm. 10. *BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS*, october.

2. Entre ella cabe destacar el conocido trabajo de Gramley (1982): "Financial Innovation and Monetary Policy", *Federal Reserve Bulletin*, july.

También en el caso de España se ha registrado a lo largo de los tres últimos años una aceleración notable en el ritmo de innovaciones financieras. Han aparecido nuevos intermediarios financieros, se han desarrollado nuevos instrumentos y nuevos mercados, los bancos han innovado sus técnicas de manejo de administración de pasivos, se ha registrado un proceso de desintermediación financiera y los tipos de interés han aumentado su papel en la asignación de los recursos, en detrimento naturalmente del grado practicado de racionamiento del crédito.

Todo esto con el fondo de una competencia creciente entre las instituciones financieras. Sin embargo, cuando se analiza el fenómeno con un poco más de cuidado, se observa que, muy especialmente en el caso de España —aunque no sólo en España—, este proceso de aceleración de las innovaciones financieras ha sido un proceso un tanto ficticio. Cuando se escarba un poco en el fenómeno, creo que se llega a la conclusión de que hay elementos efímeros que hacen de esta aceleración algo distinto de lo que sería un serio y firme avance en el proceso de innovación financiera como expresión de una complejidad espontánea creciente del sistema.

Las innovaciones financieras que han ocurrido recientemente en España se deben fundamentalmente a tres factores causantes. En primer lugar, a la persistencia de tipos de interés altos, variables e inciertos; en segundo término, al rapidísimo incremento del déficit público, y, por último, al control del comportamiento bancario a través de un sistema complejo de regulaciones administrativas y de coeficientes legales.

Creo que habría que añadir como factor adicional, secundario aunque importante, el diferente tratamiento fiscal que reciben en España los diversos instrumentos financieros. Voy a considerar brevemente cada uno de estos factores causales.

En primer lugar, la persistencia durante bastantes años de tipos de interés altos, variables e inciertos, en un clima, además, de graves dificultades económicas para las empresas, ha determinado un aumento notable en la preferencia por la liquidez del público, es decir, ha determinado en el público un deseo de desplazarse hacia posiciones financieras altamente líquidas, que le proporcionara, por una parte, protección frente a los mayores riesgos de insolvencia del sector privado y que, por otra, le protegiera frente a las pérdidas de capital que podrían darse por fluctuaciones en los tipos de interés altos e inciertos, ligados a su vez a tasas de inflación también elevadas e inciertas.

Al mismo tiempo, los propietarios de estos fondos que han sentido esta mayor preferencia por la liquidez, han tendido a requerir una ma-

yor rentabilidad de esas posiciones líquidas, en respuesta al movimiento generalizado de tipos de interés monetarios y reales que ha sido el resultado de altas tasas de inflación, altas cuotas de riesgo, un debilitamiento de la cuota de ahorro y del carácter restrictivo finalmente de la política monetaria.

En la medida en la cual el sistema se caracteriza por la existencia de regulaciones legales y administrativas copiosas y complejas, estas regulaciones han tendido a obstaculizar la capacidad de respuesta de las instituciones bancarias a esta demanda del público en favor de posiciones más líquidas y con alta rentabilidad. Por consiguiente, se han puesto en marcha naturalmente un conjunto de esfuerzos por parte de las instituciones bancarias, de acuerdo con el público, para evadir esa compleja red de regulaciones, con el resultado de que se ha generado un proceso de desintermediación financiera, de desintermediación bancaria, a la vez que se ha generado una ola de innovaciones por el mismo motivo en el sector bancario.

Una segunda razón para esta aceleración del proceso de innovaciones financieras en el país, ha sido el rapidísimo incremento, desde 1979, del déficit público, que alcanzará este año y que ha alcanzado el año pasado, cifras que están cerca del 6% del producto nacional. Cuando se toman las necesidades de financiación del sector público, que no son iguales al déficit de caja, pero que ciertamente son más significativas a los efectos de los temas de los que estoy hablando, se observa que no son del 5,4 por ciento del producto nacional, como decía esta mañana uno de los altos funcionarios del Ministerio de Hacienda, sino que están cerca del 6% del producto nacional.

El aumento acelerado de las necesidades de financiación del sector público, tanto en términos absolutos como en proporción a los ahorros internos de la economía, ha generado naturalmente presiones muy fuertes en los mercados.

Hasta 1982 el gobierno trató de atender en la medida de lo posible ese crecimiento rápido del déficit mediante la colocación —con la mayor presión que podía— de fondos públicos en los segmentos medio y largo del mercado. Dada la capacidad limitada de absorción del mercado de fondos de préstamo para esa deuda pública a medio y largo plazo, el Banco de España se vió obligado a financiar hasta el año 1982 aproximadamente un 80% de las necesidades del sector público.

Naturalmente esto suponía, desde el punto de vista del Banco de España, entrar en conflicto con los objetivos del mantenimiento de una cierta disciplina de política monetaria. Por consiguiente, en la medida

de la cual estas fuertes necesidades de financiación del sector público eran satisfechas en un porcentaje muy elevado por el Banco de España y éste, en consecuencia, generaba fuertes volúmenes de liquidez de base, el Banco de España se vió obligado a absorber ese exceso de liquidez mediante la emisión de algún tipo de títulos, básicamente denominados certificados de regulación monetaria.

Certificados que, como ustedes saben, han estado emitiéndose hasta finales del año 1983 en régimen de subasta que se celebraba cada diez días y podían ser suscritos solamente por instituciones financieras. Lo que ha sucedido, naturalmente, es que en la medida en la cual las necesidades de financiación del sector público eran muy intensas, además estaban creciendo muy rápidamente y con ellas creía la financiación concedida por el Banco de España y, por consiguiente, crecían los excesos de liquidez de base generados, el Banco de España ha tenido que hacer un uso intensísimo de la emisión de certificados de regulación monetaria, hasta el punto en que a finales del año 1983 la cartera de certificados de regulación monetaria en manos de las instituciones bancarias era algo superior a un billón y medio de pesetas.

Naturalmente que en la medida en que ha sido preciso abrir paso en las carteras de la banca a un volumen tan formidable de certificados de regulación monetaria, ello ha supuesto una presión al alza sobre los tipos de interés a los que se colocaban estos títulos, que inevitablemente ha tenido repercusión, primero, en los tipos de interés de los mercados primarios, en el del mercado interbancario y en los mercados de dinero en general, y desde estos mercados ha tendido a extenderse la presión al conjunto de los tipos de interés del sistema.

Por otra parte, en la medida en la cual estos títulos tenían un vencimiento a uno y tres meses, el Banco de España se ha visto, de un modo creciente, ante una situación tremendamente difícil, porque esa masiva cartera de certificados de regulación monetaria estaba venciendo continuamente y, por consiguiente, el Banco de España tenía que estar haciendo tremendos esfuerzos para conseguir su renovación y lograr mantener vivo un volumen de certificados de regulación monetaria de proporciones verdaderamente formidables, lo cual suponía, naturalmente, que se estaba manteniendo una espada de Damocles continuamente sobre la capacidad del Banco de España para regular los activos líquidos de la banca.

En 1982 el gobierno decidió hacer un nuevo esfuerzo para obtener fondos de préstamo con que atender sus necesidades de financiación mediante emisión de fondos públicos, pero acudiendo ahora al extremo

a corto del mercado, que hasta entonces no había explotado. Por consiguiente, a partir del año 1982 el gobierno, reconociendo esa mayor preferencia por la liquidez del público, empezó a emitir pagarés del Tesoro, pagarés del Tesoro que naturalmente entraron en competencia con otros pasivos, con pasivos de las instituciones bancarias.

Una tercera razón para la aceleración de las innovaciones financieras en España en estos últimos años ha sido el complejo y pesado sistema de control del comportamiento bancario. Por una parte mediante regulaciones administrativas de los tipos de interés, especialmente de los tipos de interés que los bancos pueden pagar sobre los depósitos, y, por otra parte, a través del sistema complejísimo de coeficientes legales definidos para las instituciones de depósito básicamente en relación con sus depósitos.

Si se toma la situación formal de finales del año 1983 —porque las cosas están cambiando tan rápidamente que más vale que nos fijemos una fecha y desde ahí empecemos a hablar de los últimos desarrollos—, y de ello hace escasamente un mes, resultaba que los bancos tenían que mantener un 7,75% de sus depósitos privados totales en forma de coeficiente de caja en un sentido estricto, que era naturalmente el coeficiente de caja sin retribución. Además, tenían que mantener unos depósitos obligatorios en el Banco de España por otro 4% adicional —otros 4 puntos adicionales sobre sus depósitos privados—, si bien estos depósitos, estos cuatro puntos de depósitos obligatorios, eran retribuidos por el Banco de España, inicialmente al 8% y a partir de fecha más reciente, en el año 83, al 10%. Sin embargo, además de mantener este coeficiente de caja, complementado con esos depósitos obligatorios, las instituciones bancarias tenían que mantener una serie de coeficientes de inversión que eran diferentes según los tipos de instituciones bancarias, y que habían de ser cubiertos con fondos públicos y con una serie larga y complejísima de préstamos dirigidos a diferentes actividades o a diferentes sectores, o mediante la subscripción de determinados títulos especialmente definidos a estos efectos.

Para referirme a la situación de final de año recordaré que estos coeficientes de inversión representaban aproximadamente un 21% sobre los depósitos contables para los bancos comerciales, un 18% para los bancos industriales y un 36% para las cajas de ahorros, siempre en porcentaje de los pasivos computables correspondientes, los depósitos privados.

Naturalmente que estos coeficientes legales, esta gama compleja, elevada, de coeficientes legales, genera importantes distorsiones para los

recursos financieros intermediados por el sistema bancario. El grado de estas distorsiones depende, naturalmente, por un parte, del nivel de los coeficientes y, por otra, de la importancia relativa de los pasivos respecto de los cuales esos coeficientes están definidos, y, finalmente, depende también de cuál sea la distancia que exista en cada momento entre los tipos de interés que los bancos deben practicar sobre los activos sobre los cuales se cumplen esos coeficientes y los correspondientes tipos de interés existentes en cada momento en los mercados.

Como ejemplo diré que a finales del año pasado se ha estimado que el conjunto de coeficientes legales existentes representaba para los bancos comerciales un encarecimiento de nada menos que de 3 puntos sobre el coste de los recursos obtenidos por los bancos comerciales a través de sus depósitos. Realmente este es, por así decirlo, un impuesto sobre la captación de fondos a través de depósitos, verdaderamente, muy elevado. Por consiguiente, no es de extrañar que las instituciones bancarias, que estaban por otra parte ante la presión de una competencia creciente, hayan encontrado en los últimos tiempos un fuerte incentivo para evadir estos costes obteniendo fondos a través de fuentes alternativas a los depósitos y que, naturalmente, siempre se ha tratado de fuentes que no estuviesen sometidas a coeficientes o a limitaciones sobre los tipos de interés correspondientes.

Al mismo tiempo y por la misma causa, han entrado en un proceso intenso de desintermediación bancaria. Desintermediación bancaria un tanto ficticia, puesto que en definitiva se trata de una desintermediación puesta en marcha por el deseo de evadir un conjunto de regulaciones legales y administrativas. Esa desintermediación es simplemente el reflejo del esfuerzo de los bancos de generar otros pasivos a través de los cuales captar recursos, y que en muchos casos se trataba de instrumentos que no aparecían contabilizados como pasivos de la banca en los balances formales presentados por estas instituciones.

Por otra parte, en este proceso, por así decirlo, de mejora en la administración de pasivos, de desintermediación bancaria, de desarrollo de nuevos activos desde el punto de vista de los ahorradores, los bancos han tendido a preferir especialmente aquellos instrumentos que desde el punto de vista de sus clientes representaban un menor riesgo fiscal, puesto que naturalmente esto es lo que los clientes preferían. De modo que el distinto tratamiento fiscal de los diferentes instrumentos y, sobre todo, el diverso riesgo fiscal que cada uno de ellos comportaba, ha sido un criterio importante dentro de ese proceso de aparición de nuevos instrumentos que ha acompañado al proceso de desintermediación.

III

El resultado de todo este proceso, fruto resultante de ese conjunto de factores a los que me he referido, ha sido que el público ha encontrado en los últimos años a su disposición una gama enriquecida de activos públicos y privados que se caracterizaban por ser activos de alta liquidez y que eran por consiguiente muy buenos sustitutos de lo que veníamos considerando, a efectos de control monetario, dinero, es decir, los depósitos bancarios.

Hasta 1981, el Banco de España había encontrado —en un conjunto de estudios que por razones obvias se están manteniendo continuamente al día—, que las funciones de demanda agregada de dinero ya se refiriesen a M_1 , M_2 ó M_3 se caracterizaban por un grado elevado de estabilidad. De hecho, la estabilidad era notable para las tres magnitudes que he citado, hasta el punto de que había muy poco que elegir entre dichas magnitudes por lo que se refería al grado relativo de la estabilidad de sus correspondientes funciones de demanda.

Si el Banco de España, de estas tres magnitudes, había decidido finalmente elegir M_3 como variable intermedia de política monetaria y había decidido, como consecuencia, fijar sus objetivos de política monetaria en tasas de crecimiento de M_3 , ello se debía simplemente a que M_3 era la variable más amplia de las tres alternativas a las que me he referido. Era la variable respecto de la cual se tenía una información más rápida a partir de las declaraciones decenales de los bancos debidas al cumplimiento del coeficiente de caja, y era, por otra parte, la variable más conveniente desde el punto de vista del control, puesto que, en definitiva, al apostar a la variable más amplia prescindíamos del problema de que hubiera desplazamiento de fondos entre depósitos de ahorro y a plazo o entre depósitos a la vista y de ahorro y a plazo en respuesta a las posibles variaciones de los diferenciales de tipos de interés.

Sin embargo, en el segundo trimestre del año 1982, los estudios econométricos que estamos continuamente realizando en el Banco comenzaron a revelar un claro desplazamiento en la función de demanda de dinero básica referida a M_3 . Desplazamiento que se debía, de un modo substancial, a la sustitución de depósitos bancarios por toda esa otra gama de activos de alta liquidez a los que me he referido antes que no aparecían naturalmente, incluidos en la definición que veníamos utilizando de M_3 .

Por consiguiente, se había enriquecido la gama de activos de alta li-

quidez disponibles, habían aparecido una serie de instrumentos que eran altos sustitutos de los depósitos bancarios o de lo que veníamos denominando dinero y por consiguiente nos encontrábamos con que, aunque para el conjunto de los activos líquidos del sistema persistiera una notoria estabilidad en su demanda, sin embargo, se había producido un desplazamiento en la función de demanda referida a M_3 . Concretamente, de un modo relativamente súbito, la demanda de M_3 había tendido a replegarse, a caer, en favor de esos otros activos.

En consecuencia, lo que hicimos fue proceder a redefinir una nueva variable de observación y eventualmente de control, que es lo que denominábamos, seguimos denominando, los activos líquidos totales en manos del público, que están constituídos por M_3 , es decir, por dinero legal, y el conjunto total de depósitos a la vista y de ahorro y a plazo en manos del público, más los bonos bancarios, de caja y tesorería en poder del público, más las aceptaciones bancarias en poder del público, más los bonos del Tesoro en poder del público, más aquella parte de los certificados de regulación monetaria del Banco de España que, de un modo u otro, habían llegado a filtrarse a manos del público, normalmente a través de operaciones de cesión con cláusula de recompra.

Observemos que una vez definidos estos activos líquidos totales del público, la demanda de los mismos presentaba una notoria estabilidad y que además esta estabilidad se mantenía, en el año 82, de un modo claro mientras que, y como ya he indicado antes, la función de demanda para M_3 por el contrario, aparecía sometida a un desplazamiento desde los primeros meses del año 1982, o dicho en otros términos, el comportamiento normal probablemente descendente de la velocidad de circulación se mantenía para el total de activos líquidos del público, mientras que por el contrario, la velocidad de circulación de M_3 , suavemente descendente también a medio y largo plazo, tendía súbitamente a mirar hacia arriba desde finales del año 1981 y en los primeros trimestres del año 1982.

Los mismos estudios econométricos sugieren que la sustitución de dinero legal y básicamente también de depósitos bancarios por otros activos de alta liquidez es el resultado de la composición de dos elementos. El primer elemento es un elemento que podríamos llamar o calificar de normal, que corresponde a una tendencia claramente creciente a largo plazo de la demanda del público por esos otros activos de alta liquidez no comprendidos en la definición de M_3 y que es una tendencia a medio y largo plazo perfectamente estable y previsible, por así decirlo. Naturalmente es el resultado de que, con el paso del tiempo, tiende

a aumentar el grado de competencia y de complejidad en el sistema financiero español.

El segundo elemento, que explicaba esta sustitución de elementos de M3 por activos de alta liquidez comprendidos en esa magnitud, correspondía a desplazamientos en la tenencia de activos del público, que aparecían asociados a situaciones en las cuales se estaba generando un aumento de presión en los mercados monetarios. De modo que, cuando la presión en los mercados monetarios se incrementaba y como consecuencia los tipos de interés tendían a elevarse, entonces las instituciones bancarias encontraban en esta elevación de los tipos de interés, junto con el complejo de relaciones a que antes he hecho referencia, nuevos incentivos para crear activos líquidos alternativos a los depósitos.

En cualquier caso, el Banco de España no renunció, inicialmente, en la segunda parte del año 82 e incluso en los primeros meses del año 83, a su anterior práctica de continuar definiendo los objetivos de política monetaria en términos de M3.

Y al mismo tiempo, sin embargo, el Banco, reconociendo el desplazamiento que estaba produciendo, la sustitución de activos que se estaba produciendo, definió M3 o los objetivos en términos de M3 teniendo en cuenta cuáles eran las previsiones de aumento de las tenencias del público de esos activos que son de alta liquidez no recogidos en M3. Concretamente, a principios del año 1983, cuando se trataba de fijar los objetivos para el año, se pensó que tendría que reducirse en 3 puntos porcentuales el objetivo de M3 para tener en cuenta el proceso de sustitución de activos de M3 y otros activos altamente líquidos que se preveía para el año.

Sin embargo, durante los primeros meses del año 1983 el Banco de España se encontró con que la demanda por el público de esos activos altamente líquidos, alternativos a M3, estaba creciendo muy fuertemente y que por consiguiente el total de activos líquidos en manos del público estaba creciendo a tasas notoriamente superiores a las previstas. O lo que es lo mismo, que habiendo bajado tres puntos sólo el objetivo de M3 y estando desarrollando una política monetaria sobre esos objetivos, el crecimiento de la liquidez total del público podía ser muy superior a la que se deseaba, lo cual estaba teniendo muy claramente repercusiones dentro, en el interior de la economía, y también sobre el mercado de cambios.

Por consiguiente, el Banco de España procedió a revisar a la baja su objetivo en términos de M3, es decir, trató de forzar a la baja M3 y a

través de M3 tirar a la baja toda la gama de activos líquidos. Pero entonces nos encontramos con que se producía un típico proceso de círculo vicioso, porque para presionar a la baja M3 había que practicar una política monetaria más restrictiva. Esta política monetaria más restrictiva presionaba con mayor intensidad sobre los mercados, esta nueva presión sobre los mercados se expresaba en un aumento de los tipos de interés y este aumento de los tipos de interés incentivaba el proceso de diversificación, de desintermediación de la banca y de sustitución de activos de M3 por activos de alta liquidez alternativos.

IV

La respuesta a este problema por parte de las autoridades fue doble. Por una parte, fue una respuesta a plazo inmediato y, por otra, fue una respuesta con un horizonte un poco más largo. La respuesta a plazo inmediato fue más bien fea, son de las que no se pueden contar, casi, en una clase o en un seminario. Consistió simplemente en aconsejar a las instituciones bancarias que descontinuasen, por utilizar las palabras que en estos casos se utilizan, la creación de esos activos de alta liquidez alternativos a los depósitos bancarios, durante un periodo prudencial que acabaría a finales del mes de octubre. Y la banca, disciplinada, efectivamente debió abstenerse de crear activos alternativos de alta liquidez durante esos meses, con lo cual la tasa de crecimiento de los activos de alta liquidez, no M3, realmente se redujo notablemente.

El Banco de España estaba siguiendo entre tanto una política notoriamente restrictiva respecto de M3, para ver si conseguía finalmente alcanzar los objetivos que se había propuesto. Pero al mismo tiempo, las autoridades, con un horizonte un poco más largo, adoptaron otra decisión. Adoptaron la decisión de tratar de atajar el proceso por el sistema, simplemente, de incluir un mayor número de pasivos de instituciones en el sistema de controles o de coeficientes, de controles monetarios y de coeficientes de caja. Es decir, se envió a las Cortes y finalmente fue aprobado un proyecto de ley de coeficientes de caja que lo que hacía era ampliar los coeficientes a un número algo mayor de instituciones, mientras que refería estos coeficientes a una más amplia gama de instrumentos. No sólo a los depósitos, sino a esos otros instrumentos que estaba creando la banca como alternativa a los depósitos y como vía a través de los cuales se podía evadir el efecto que justamente los coeficientes legales estaban imponiendo a la captación de recursos a tra-

vés de depósitos. Naturalmente, la aplicación de esa ley es lo que ha comenzado a suceder en la segunda decena de control del mes de enero: un coeficiente de caja que está, que estará normalmente constituido por 5 puntos de los pasivos correspondientes computables sin retribución, mantenidos en activo sin retribución, más 13 puntos mantenidos en forma de depósitos obligatorios en el Banco de España retribuidos al 13,5%.

Inicialmente el coeficiente aparece al nivel del 20% durante semana y media de enero, pero después va al 18% a partir de la primera decena de control de febrero.

¿Es esta forma de proceder una solución?. Claramente, no. Esta mañana, hablando con algún compañero me refería a lo que algunas veces se denomina la ley de Burchard, el economista del Banco de Inglaterra que estableció una, digamos, ley que dice que todo conjunto de pasivos financieros sometido a control acaba deteriorándose. Es decir, acaba siendo una mala referencia de control, porque el control monetario centrado en un conjunto de pasivos tiende a imponer algún tipo de coste referido a esos pasivos y, por consiguiente, el control tiende a eludirse, pasándose a la generación de otros pasivos o a la colocación de otros pasivos entre el público.

De modo que, en definitiva, aunque el sistema pueda valer en el corto plazo, es claro que la amplia acción de los pasivos para resolver estos dos falsos problemas de innovación a los que me he venido refiriendo, —este esfuerzo por cortar el problema a través de esa ampliación de pasivos a que se refiere el control— puede tener eficacia durante algún tiempo, pero es absolutamente seguro de que, al cabo de no mucho tiempo, se encontrarán vías para evadir ese control. Aparecerán otros instrumentos alternativos, y, naturalmente, será entonces posible redefinir la base de los coeficientes referidos a una gama todavía más amplia de los pasivos. Pero también aparecerán otros pasivos u otras instituciones y, en realidad, este extraño mecanismo de sísifo continuará, mientras no se aborden los problemas de base o los factores causales del problema, que es el mantenimiento de altas tasas de inflación, altos y fortísimos déficits públicos y una gama completa de regulaciones administrativas y legales.

Cuando hablo de estos tres factores, déficit, altas tasas de inflación, y regulaciones, no me estoy refiriendo a tres factores causales que yo piense que hay que situar en el mismo plano, porque ciertamente el que hay que situar en este momento en un plano absolutamente privilegiado, desde el punto de vista de la atención que se le dedique, es el déficit público.

V

De hecho, un déficit público intenso y rápidamente creciente no es compatible, a largo plazo, con el mantenimiento de una disciplina monetaria. Cuando se produce esa aceleración de las necesidades de financiación del sector público, en una primera fase un gobierno puede intentar ejercer toda clase de presión sobre los mercados de fondos de préstamo del sector privado, no bancario, tratando de colocar deuda pública en todos los elementos del mercado, en el corto, en el medio y en el largo plazo. Quizás durante algún tiempo presionando fuertemente consiga a través de esas emisiones de deuda pública, pagando los tipos de interés correspondientes y, por consiguiente, asumiendo costes de financiación crecientes, pueda efectivamente cubrir una parte del déficit, pero ese esfuerzo acaba encontrándose antes o después —posiblemente después de un período no muy largo— con una situación de saturación del mercado en términos de fondos públicos. De modo que, a partir de ese momento, no se puede seguir esa colocación tan intensa de fondos públicos y la cartera de fondos públicos que es posible colocar cada año en el sector privado no bancario pasa a crecer a un ritmo que es aproximadamente el ritmo de crecimiento del ahorro del sector privado.

Naturalmente que esto quiere decir que antes o después el gobierno que está sufriendo un déficit intenso, tiene que acabar echando mano de la financiación del sistema crediticio. Puede, naturalmente, echar mano del sistema crediticio utilizando el banco central, es decir, puede, en definitiva, proceder a recurrir a la financiación del banco central, o bien acudir a la financiación del sistema bancario excluido el banco central.

Pero, en definitiva, esas son diferencias secundarias. El problema que entonces se plantea es si el gobierno va a renunciar o no al control monetario. Al renunciar al control monetario, el déficit rápidamente creciente y su financiación han llevado a la pérdida de una política monetaria disciplinada, a un agravamiento de los desequilibrios monetarios internos y externos, al tiempo que el sector público está compitiendo por la captación de recursos en términos reales con el sector privado.

Pero, ¿qué sucede si se mantiene el control monetario?. Entonces también sabemos que en último término las diferencias no son tantas, porque si el gobierno ha acudido a la financiación inmediata del banco central y hay que mantener el control monetario, el banco central tendrá que acudir a algún tipo de estrategia para absorber liquidez de la

banca, por ejemplo, emitiendo, en el caso de España, certificados de regulación monetaria.

Si no recurre directamente al banco central, sino al sistema bancario, entonces lo que sucederá es que tendrá que colocar cantidades crecientes y a tipo y a coste también creciente de algún tipo de fondos públicos a medio o a corto plazo en el sistema bancario. Naturalmente el problema es que, en uno u otro caso, se trata de fondos públicos con vencimientos cortos que se convierte en una madeja creciente que da una inestabilidad total al deseado control monetario. Antes o después, se acaban creando coeficientes en la banca para que la financiación de la banca hacia el sector público discurra por vías más serenas, por vías de coeficientes, creando una demanda artificial. Naturalmente que lo que en definitiva se está haciendo es mantener el control monetario y asegurar la financiación del sector público por el sector privado, a través básicamente del sistema bancario y a costa del sector privado. Todo ello acompañado de crecientes grados de racionamiento de crédito y de una fuerte presión al alza sobre los tipos de interés.

El problema es en qué medida, por una parte, este sistema se puede mantener y en qué medida, por otra parte, este sistema no es tremendamente perjudicial respecto de las posibilidades de funcionamiento eficiente o en su caso de recuperación y de generación de inversión y puestos de trabajo a través de ella en la economía.

De modo que en último término el problema está, naturalmente, en que mientras haya déficits públicos fuertes e intensos tienden a generarse tasas crecientes de inflación y de un modo casi inevitable tienden a generarse regulaciones. Por lo cual, como decía al principio, déficit, inflación y regulaciones no son tres problemas que estén en el mismo plano sino que hay que conceder una atención privilegiada al déficit, a la reducción del déficit público y ni siquiera a la reducción del déficit público, sino que hay que conceder una atención privilegiada al conjunto de factores que están por debajo del déficit público y que son los que están generando el déficit público.

COLOQUIO

Me gustaría hacer referencia a la renovación en cuanto a los instrumentos de financiación del déficit público. En un contexto de emisiones obligadas a períodos relativamente cortos, entiendo que hay un instrumento que se ha ensayado en Inglaterra de una forma significativa que pudiera ser de interés, y es el de la emisión de deuda indicida.

Creo que puede demostrarse, hasta formalmente, que la deuda indicida es el método más eficiente. Los costes monetarios serían inferiores por dos razones. La primera porque ha habido un menor coste de emisión y, segunda, porque no haría falta pagar la prima de riesgo de la deuda pública. No es riesgo por insolvencia del emisor, sino que es riesgo por pérdida de capital si la inflación es más alta. Esta prima está definida técnicamente en el diferencial que habría entre los tipos que se están dando actualmente, que son tipos reales altos —las últimas emisiones del año 1983 dan unos tipos reales muy considerables—, y el tipo al que probablemente podría emitirse una deuda indicida. La experiencia inglesa creo que ha sido a este respecto indicativa, porque se ha estado emitiendo un volumen significativo de deuda con tipos del orden del 2,5% y al mismo tiempo se ha seguido emitiendo deuda de rendimiento convencional, con interés convencional, que sobre la situación anticipada suponía un tipo de interés real mayor. ¿Qué ocurre con esto?. Básicamente, se amplía el mercado a posibles subscriptores, porque las personas que tienen una preferencia absoluta por la seguridad acuden o pueden acudir a este mercado y estas personas casi están identificadas como personas que ahorran por motivos de financiarse la jubilación, y lo mismo ocurre con instituciones que tienen la misma preferencia de riesgo cero.

Sin extenderme más en problemas de qué índice de precios se utiliza, qué décalage hay entre el índice y el pago de intereses, yo quisiera preguntarle al profesor Rojo si en el Banco de España, en su administración general correspondiente a la deuda, se han planteado estas cuestiones, si se ha mirado la posibilidad de emitir algún tipo de deuda indicida.

Voy a dejar de un lado el problema o uno de los problemas iniciales que plantea la emisión de deuda indicida, que es naturalmente el

problema de la introducción oficial de la indiciación en la economía, con los problemas que esto plantea y en unos momentos en que se intenta reducir los costes reales del trabajo. Dejo esto de lado y nos centraremos en el problema de la deuda indiciada en su sentido estricto.

El tema está en qué medida el gobierno o los gobiernos en general confían en las políticas que programan y en qué medida el público confía en el éxito de los gobiernos para cumplir esas políticas. Evidentemente, si el gobierno está en una situación que cree en su política de reducción de la tasa de inflación y, por otra parte, no ha conseguido todavía que el público crea en el éxito de esa política, entonces es claro que el gobierno sufre un coste excesivo emitiendo deuda a medio y largo plazo a tipos fijos, y entonces tiene dos posibilidades: irse al extremo corto del mercado y renovar a tipos de interés que si la inflación baja irán siendo cada vez menores, o bien —teniendo en cuenta el engorro tremendo que supone el esfuerzo de renovación de la masa ingente de deuda a corto plazo— recurrir efectivamente, a la deuda a medio y largo plazo indiciada.

Evidentemente, desde este punto de vista yo creo que es absolutamente claro que la deuda a medio y largo plazo indiciada es un instrumento a considerar en una situación en la cual el gobierno efectivamente desarrolla una política en la que cree. Todavía no han conseguido que el público esté seguro del éxito de esta política. Esto creo que es absolutamente claro.

Esto lleva, sin embargo, en la medida en la cual el gobierno crea en la política que preconiza, a un esfuerzo considerable por reducir el déficit público y al problema de que no hay instrumento financiero alguno que sea capaz de reducir el coste real para la economía del déficit, sea cual sea el tipo de invención al que nos estemos refiriendo. De modo que esto está absolutamente claro.

Podemos encontrar procedimientos más o menos sofisticados, procedimientos que efectivamente supongan menos o más coste financiero para el tesoro, pero el problema sigue ahí. El problema es el de una economía que, en definitiva, está tratando de reducir sus desequilibrios monetarios y que, por consiguiente —entre ellos y de un modo muy importante— está tratando de reducir su déficit de cuenta corriente y, por consiguiente, la aportación neta de ahorro del resto del mundo. Dado el ahorro interno, la suma del ahorro interno más el déficit de cuenta corriente, o la aportación neta exterior de ahorro, tienen que financiar la inversión interna más el déficit público. Por tanto, si el déficit público sigue aumentando o simplemente se mantiene a ese nivel y se reduce

el excedente, entonces es absolutamente claro que esa economía no tiene otra solución más que forzar el ahorro interno a través de un proceso de reforzamiento del excedente, o bien aceptar una reducción continuada de la inversión productiva. Y ese es un problema que no hay forma de resolver simplemente con sistemas financieros más o menos sofisticados.

No soy especialista en estos temas, pero mi impresión inicial es que si hay inflación las cargas al déficit público son menores que las que nominalmente se producen. Entonces la deuda indiciada es una navaja de dos filos, por un lado estás emitiendo en mejores condiciones pero por otro estás aumentando las cargas reales.

Yo creo que la cuestión está en quién indicia. Nadie que no sea quien tiene el hilo del dinero puede indiciar, pero, si se me permite un argumento ético, es defendible éticamente decir que quien se endeuda teniendo en sus manos el hilo del dinero, y por lo tanto la posibilidad potencial de defraudar al que le prestó, se ha de comprometer a no utilizar esta carga potencial para defraudar. Obviamente que la inflación es un método de eliminar la deuda, pero es que estamos hablando de quién controla el dinero. Lo que va a pasar es que a largo plazo si sistemáticamente la administración, la autoridad monetaria, defrauda a los prestadores, se va a encontrar con que no podrá colocar deuda alguna. Nos encontraremos con la experiencia histórica que nos dice que al prestamista, se le cobran unos impuestos sobre la renta del capital que en buena parte son impuestos sobre la plusvalía, aunque no se le llame así. Lo que introduce la indicación es evidentemente una transparencia no sólo fiscal sino económica, de la relación que se produce entre el prestamista—contribuyente y el Estado.

* * *

De todas maneras evidentemente si el Gobierno cree en su política, tiene que confiar en que en una deuda indiciada baja la cuota de riesgo que exige el público, baja el tipo de interés real.

* * *

Cambiando de tema, ¿cuál tendría que ser el objetivo intermedio de la política monetaria?. Hasta ahora se disponía de M3. Ha aparecido un conjunto de activos financieros cuasi monetarios que invita a pen-

sar que se está produciendo un cierto desplazamiento hacia otros, llamémoslos así, activos líquidos no monetarios. Mientras todo ello sea suave y regular, se pueden ir incorporando a M3, pero no existe ninguna garantía de que en el futuro sea de manera suave y regular. Esto hace pensar que en algún momento se pueda abandonar el control de M3 y, probablemente, también el control de activos líquidos en manos del público. Si se controla M3 más los otros activos, entonces se incurrirá en ciertos costes: someter a coeficientes a una amplísima gama de activos, fomentar la innovación financiera extra legal, la defraudación fiscal y otras cosas por el estilo, ya que en la medida en que todo esto esté controlado paga mucho más el salirse del control, para a la larga acabar perdiendo también el control de activos líquidos. Por lo tanto, me parece que la única alternativa viable a largo plazo es intentar volver al control de M1, incluso de la base monetaria y olvidarnos de los otros objetivos intermedios.

La pregunta sería si estamos yendo en contra de lo que tendría que ser la tendencia. Entonces me gustaría saber, y ahora le pregunto más al Director General del Banco de España que al profesor de Teoría Económica, si el Banco de España efectivamente prevé este cambio de política, teniendo en cuenta que ahora estamos retrocediendo.

Bien, en la exposición se me ha olvidado decir que efectivamente lo que hemos hecho finalmente ha sido abandonar el M3 y sustituirlo por activos líquidos, pues a partir del segundo semestre del año 1983 y para el año 1984 el objetivo ya aparece definido en términos de activos líquidos totales.

De modo que el objetivo es la tasa de crecimiento de activos líquidos totales y la tasa de crecimiento de M3 tiene un carácter, por así decirlo, residual. Es decir, es simplemente algo que se infiere del objetivo de crecimiento de activos líquidos reales y de nuestras previsiones, malas, respecto de cuánto van a crecer dentro de los activos líquidos totales los activos que no son M3.

De modo que realmente este año el objetivo son los activos líquidos totales y el objetivo del M3 pasa a tener el mismo carácter de, no exactamente objetivo, sino de variable secundaria en el mismo sentido que tenía antes por ejemplo la cifra prevista de crédito interno total, o de crédito al sector privado.

De modo que eso sí naturalmente se ha hecho y, por otra parte, es obvio que desde el punto de vista del funcionamiento del sistema financiero, que en mi opinión está ligado a su creciente liberalización, esta-

mos retrocediendo como consecuencia de la aceleración del déficit público a partir del año 1979. Esto es absolutamente claro y estoy de acuerdo, y creo que esto es lo que he dicho antes. Estos problemas no se resuelven controlando cada vez una gama más amplia de activos, evidentemente. Primero, porque se generan distorsiones, pero además siempre existen portillos que permiten evadir el control parcialmente encauzando el proceso hacia otras instituciones o hacia otros activos, y en ese sentido es en el que creo que este tipo de controles genera algo que llamamos innovación financiera por llamarle de algún modo. Si hay innovación en el sentido habitual de algo dinámico y que va con la historia, estos procesos que no tienen más origen que el de tratar de eludir controles, regulaciones, y distorsiones fiscales, difícilmente pueden ser considerados como innovaciones positivas, por lo menos.

Mi pregunta tendría dos añadidos a esto. Uno sería, ¿no estamos a un tiempo frenando no sólo la innovación inducida por los controles sino la innovación natural?. Claro, tampoco es innovación natural la introducción del mercado de letras porque venía motivada por el control a la banca extranjera y con esto obligaron a la banca extranjera a ubicar el mercado de letras como manera de evitar este control. Además mi pregunta iba un poco más lejos: ¿piensa el Banco de España en algún futuro previsible retroceder al control no de M3 sino de M1, incluso de base monetaria?.

El control de M1 tiene problemas; el control de M1 es mucho más difícil que el de M3.

Por motivos de interés controlado.

Si se dejaran totalmente libres los tipos de interés, aunque no se pagaran intereses monetarios sólo a los depósitos a la vista. Lo que pasa es que no estamos en un sistema de libertad total de tipos de interés y tendría que pasar bastante tiempo hasta que lleguemos a este sistema de libertad total de tipos de interés y evidentemente yo en el horizonte no veo que estemos en esta orientación, sino que más bien estamos en un momento de parón del proceso de liberalización del sistema financiero.

El control de la base monetaria o del volumen de activos líquidos totales de la banca para un banco central tiene enormes ventajas de co-

modidad, porque en definitiva eso es lo que está en su balance y por consiguiente eso es lo que de verdad puede controlar dentro de ciertos límites, porque tampoco las posibilidades de control son totales, pero eso es lo que puede controlar mejor. De modo que cuando el Bundesbank, por ejemplo, controla la base monetaria, lo que hace en definitiva, es utilizar la vía más cómoda. Sin que esto sea ningún tipo de crítica porque posiblemente a la larga el control de la base monetaria sea una forma eficiente de establecer objetivos de política monetaria.

Evidentemente, estamos realmente de un modo curioso volviendo en cierto modo al año 59, es decir, estamos volviendo al Informe Radcliffe. Estamos volviendo a los años en los cuales, desde otras posiciones, se decía, miren ustedes, no intenten controlar la cantidad de dinero, intenten controlar ustedes el volumen total de liquidez de la economía. Pero, ¿qué es el volumen total de liquidez de la economía?. Cuando uno intenta controlar el volumen total de liquidez de la economía realmente, si se es sensato, acaba controlando una cosa más pequeña, como puede ser por ejemplo la base monetaria, porque nadie sabe definir qué es la liquidez total de la economía. En el caso del Informe Radcliffe la liquidez total de la economía incluía de un modo muy importante el volumen total de créditos comerciales concedidos entre las empresas, que era uno de los elementos de perturbación. De modo que cuando más difícil se pone el panorama, mayor es la tentación de decir, bueno, bueno, por lo menos vamos a hacer lo que podemos hacer y confiemos en que esto a medio plazo funcione razonablemente bien, ¿no?.

Es decir, en este momento, la verdad es que es muy difícil saber lo que es dinero en una economía como la americana desde luego, como la canadiense también y un poco también lo que es dinero en la economía española.

Siguiendo en este nivel de discusión, quisiera preguntarle su opinión de como ve en el futuro de dos o tres años, el control monetario, dado el déficit y las repercusiones que las dos cosas van a tener sobre la economía.

Bueno, pues mire usted, no es que yo trate de ocultar nada, pero no estoy nada seguro de lo que va a pasar. No, no lo sé.

Yo querría que realmente y finalmente se redujera el déficit. Entonces ¿porqué vías se puede reducir el déficit de este país, de verdad?. Bueno, a mí me parece que, obviamente hay tres vías importantes. Una que

hace referencia al paro y al crecimiento del coste del seguro de desempleo, que es el problema de la flexibilización del mercado de trabajo y del coste real del trabajo. La segunda es el coste de la seguridad social y todos parece que estamos de acuerdo en que cualquier extrapolación no ya a 40 años sino a 5 años, indica que la situación actual es absolutamente insostenible. Pues entonces hay que atacar, realmente, el problema de la seguridad social. Finalmente, creo que también estaríamos todos de acuerdo, aunque yo no estoy tan seguro, de que el tema de las empresas públicas en este país ha llegado a un extremo absolutamente imposible y que el déficit de las empresas públicas es un tema absolutamente prioritario y fundamental.

Ahora bien, una vez dicho esto, que a lo mejor tiene, si no la unanimidad, por lo menos un asentimiento de la mayoría de los presentes. ¿Qué es lo que cabe decir en términos, no diría ya técnicos, porque son de sentido común?. Verdaderamente, lo que no cabe ignorar son los problemas políticos que están detrás de cada uno de estos problemas, y como yo no me dedico a la política, pues no le puedo decir a usted qué es lo que va a pasar. ¿Qué es lo que va pasar? ¿Va a ser posible entrar en serio en el tema de los déficits de las empresas públicas?, ¿va a ser posible cambiar el sistema de la seguridad social?, ¿va a ser posible realmente hacer algo en el tema del mercado de trabajo y va a abrirse, finalmente, paso la idea de que un mercado más rígido y controlado no contiene el desempleo sino que por el contrario lo estimula?; ¿va a abrirse paso todo eso?. Pues yo, la verdad, es que no tengo ni idea.

¿Sobre la inflación?. El tema está en que baje la inflación, aunque también tienen que suceder todas estas otras cosas, porque si no, si el déficit público sigue creciendo, lo que pasa es que la política monetaria de la que en buena medida depende la inflación, va a estar en una base cada vez más precaria. Porque usted fíjese, suponga que este año el volumen total de activos líquidos en manos del público creciera, supongamos, el 12,5% —no están fijados todavía los objetivos del año pero será una cosa así, crecerá hacia el 12,5%—. Esto quiere decir que, con las previsiones actuales de déficit, el crédito al sector público va a crecer en el año aproximadamente un 35% y que el crédito al sector privado va a crecer un 7%.

¿Es sostenible esta situación? ¿Por dónde estalla?. Se puede mantener un año, pero no mucho tiempo, no mucho tiempo.

Profesor Rojo, usted ¿a qué tasas de inflación apostaría por dos años?

Pues no lo sé, no lo sé, excepto que tenga usted un contrato de inquilinato indiciado, no me pregunte usted tanto, no lo sé, realmente no lo sé. Es perfectamente posible que este año la tasa de inflación baje a la zona del 8,5% a lo largo del año, que querría decir una tasa promedio de inflación del 9,5%. Eso es posible, aunque, con dos condiciones. Primero que en los convenios colectivos realmente los tipos de crecimiento de los salarios monetarios se sitúen más o menos en la banda que se habría inicialmente esbozado y que luego, finalmente, ha quedado de lado. Y por otra parte, a condición de que haya una política monetaria bastante estricta, porque si no hay una política monetaria bastante estricta ¿qué va a pasar?. Por una parte, enseguida se va a notar en los precios y se nota por dos vías: por vía interna de los precios, porque los márgenes están muy comprimidos y en cuanto en el país realmente aumente la cantidad de dinero, inmediatamente los precios saltan, y, en segundo lugar, porque en cuanto la cantidad de dinero evolucione de un modo más laxo, inmediatamente va a haber presiones en el tipo de cambio, el año pasado la depreciación del tipo de cambio le metió al coste de la vida pues posiblemente 4 puntos de inflación. De modo que es fundamental que el tipo de cambio no se deprecie, y para que el tipo de cambio no se deprecie hace falta que la política monetaria sea realmente estricta.

De modo que, claro ¿qué quiere que le diga?. Esos son mis datos y no sé cual es la tasa de inflación de este año ni del año siguiente. La de este año, es posible, entre tanto sea posible controlar el déficit público. Yo creo que no es ningún problema imposible. Además hay un problema de confianza en el público, es decir, que tampoco nadie puede exigir a un gobierno que tiene un déficit de 1,3 billones o lo que tenga, que baje esa cifra de modo substancial. Todo sabemos que no es posible, en términos nominales, ni siquiera es muy posible reducirla substancialmente en términos reales, pero sí es posible conseguir que deje de crecer. Entonces, si deja de crecer, aún así vamos a tener unos problemas financieros en tres o cuatro años, enormes. Pero en cuanto el público vea que deja de crecer, naturalmente las expectativas del público creo que van a cambiar substancialmente.

Mi pregunta iría en el sentido siguiente. De la lectura de los boleti-

nes económicos del Banco de España se desprende una cierta correlación entre en la política monetaria restrictiva y la evolución del sector exterior, de la balanza de capitales y la evolución de la política monetaria. ¿Cuál sería, entonces, la intensidad que se debería fijar para explicar este comportamiento de la política monetaria entre la evolución del sector exterior y la evolución de la renta nominal?. Y luego también preguntaría que para qué se tiene que controlar la cantidad de dinero de cualquier magnitud monetaria que sea. A mí me parece que esto debe tener una influencia importante sobre la cuestión porque no tenemos una política monetaria porque sí, sino por sus efectos sobre la renta nominal, en cualquier caso, o sobre la política de cambio. Bien, la pregunta sería muy concretamente: ¿qué es lo que pesa más a la hora de decidir diariamente la política monetaria, la evolución de la renta o la evolución de la política de cambio en general, la situación de la balanza de pagos?.

Bueno, vamos a ver. Respecto de esa pregunta habitual y a mí me parece bastante tonta de decir si es usted monetarista o no es monetarista y todas estas cosas, yo he dicho siempre que el monetarismo me parece una teoría interpretativa bastante pobre. Porque dice que la variable cantidad de dinero es exógena o puede serlo, entonces, a partir de ello, explico el comportamiento del gasto nominal, de los servicios, de lo que sea, lo importante es que lo que voy a explicar y lo que realmente hay que tratar de explicar es cómo se comporta la cantidad de dinero, y la cantidad de dinero en buena medida, es sabido que no es exógena y que también en buena medida tiene elementos de pasividad importantes.

Es absolutamente claro que una vez conocido el comportamiento por así decirlo ex-post de la cantidad de dinero en este país, hay algunas cosas que se observan que son absolutamente claras. Primero, que existe una correlación estrechísima entre la evolución, el crecimiento de la cantidad de dinero medida como hemos venido haciéndolo en M_3 —pero también medida por la cantidad de activos líquidos totales— y el gasto nominal del público en bienes y servicios empleados. En segundo lugar, que, por supuesto, la política monetaria no está en condiciones, no ya de controlar, sino siquiera de influir seriamente en la medida en la cual una variación determinada del gasto nominal en bienes y servicios se pierde en aumento de precios o se expresa en crecimiento del producto real. Sin embargo, si la tendencia del crecimiento del producto real alcanzable con equilibrio de la balanza de pagos —presenta una disconti-

nuidad a partir del año 74, del 75—; si usted elimina, de acuerdo con las elasticidades renta correspondientes, la cantidad de dinero demandada para instrumentar ese crecimiento del producto real, entonces el dominio que la evolución de la restante cantidad de dinero tiene sobre el nivel de los precios será realmente fortísima.

Finalmente, es claro que la evolución de la cantidad de dinero tiene una influencia muy considerable sobre la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta. Todas estas cosas son absolutamente claras, por eso decía antes que si efectivamente uno no controla la cantidad de dinero, entonces realmente se le escapan los precios y se le escapa el tipo de cambio.

Y, ¿en qué medida influye más un elemento u otro a la hora de aumentar o disminuir el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero mes a mes?. Por decirlo de alguna manera, cuando se afecta a la política monetaria en forma contractiva ¿esto estará en función de la situación exterior o en función de cómo ha ido evolucionando la inflación?.

Un elemento de pasividad fundamental de la cantidad de dinero, de los objetivos que más o menos se han cumplido siempre, de crecimiento de la cantidad de dinero en los últimos, digamos, diez años, ha sido la tasa de crecimiento de los salarios monetarios. Eso ha introducido un elemento importante de pasividad en la política monetaria, porque ponía de algún modo un límite a la capacidad de mordiente que las autoridades están dispuestas a introducir en la política monetaria, ya que dado un cierto crecimiento de los valores monetarios, políticas monetarias restrictivas más allá de un cierto punto tenían efectos en términos de actividad y de empleo que las autoridades consideraban excesivas. Eso ha sido importante en la fijación de objetivos año a año. Naturalmente los problemas de tipo de cambio son en parte problemas nuestros, pero también son problemas de los demás, y por consiguiente se pueden generar con una cierta frecuencia, como se han generado recientemente, situaciones imprevistas. A lo largo de un año, el comportamiento del tipo de cambio ha influido frecuentemente para modificar los objetivos de política monetaria. Es decir, cuando realmente ha habido presiones muy fuertes sobre el tipo de cambio, en parte podían ser debidas a factores externos de la economía, pero en parte podían ser debidas a un súbito o no tan súbito empeoramiento de las expectativas del público respecto de la cotización futura de la peseta y entonces se ha tendido a hacer más dura la política monetaria.

Yo diría que eso ha influido más a lo largo del año que en la fijación inicial de objetivos.

¿Se va a confiar todo el control a nuevos coeficientes de caja a definir?

Verá usted, la situación es tan mala que en realidad el nuevo coeficiente de caja es tan alto, que no se debería llamar de caja sino de financiación del déficit. A finales del año pasado he dicho antes que en la cartera de los bancos había más de un billón y medio de pesetas en términos de certificados de regulación monetaria, a uno y tres meses, cuya emisión se ha suspendido el día 31 de diciembre. El nuevo coeficiente de caja absorbe una parte, absorbe el viejo coeficiente de caja, que si lo suma usted todo era 7,75 el coeficiente de caja estricto, más 4 puntos de depósitos obligatorios, que da 11,75, digamos 12. También recoge una parte de la financiación de la banca al sector público que aparecía expresada en la cartera de certificados de regulación monetaria, pero eso sólo cogía una parte, por consiguiente le falta más coeficiente todavía para que la política monetaria se pueda instrumentar. Por eso habrá usted leído en los periódicos de ayer o de hoy que se está llegando ya a un acuerdo entre el Tesoro y la banca para consolidar una parte sustancial de la masa ingente de certificados de regulación monetaria en forma de pagarés del Tesoro. Porque sólo así se va a poder mantener una política monetaria de control razonable, ya que con un coeficiente de caja del 18 ó el 20% no basta.

¿Continuará la política de créditos día a día?

Si tenemos posibilidad y margen para conceder créditos. Lo que, está por ver, porque el problema en los últimos tiempos no lo hemos podido resolver con créditos, ¿no?. Hemos tenido que absorber liquidez como locos, todos los días.

¿Basta con esa cantidad que ya ha salido del 3,5% de pagarés?

Eso no basta tampoco, son tres puntos y medio y eso no basta para absorber la masa de certificados de regulación monetaria. El problema es gravísimo y no supone, en contra de lo que han dicho los periódicos, que se esté exigiendo más recursos a la banca. Se está haciendo ex-

plícito lo que por otra parte ya estaba en los balances bancarios, la masa de recursos que la banca tiene ya comprometidos. O sea que esto no es nada nuevo. Había un sistema de control monetario y el déficit público lo ha destrozado en los dos últimos años y ha llegado un momento en que ya no había sistema y estaba loco el Banco de España, la banca, todas las instituciones. Se está tratando de pasar al nuevo sistema, ese nuevo sistema trata de cristalizar la situación que había a 31 de diciembre, en forma de coeficientes de caja y depósitos de los antiguos, más certificados de regulación monetaria.

En la medida en la cual el nuevo sistema se quedara en unos coeficientes del orden del 22% o del veintiuno y pico por ciento, se estaría simplemente manteniendo estrictamente la situación de absorción de recursos por parte del sector público vía certificados de regulación monetaria que existía a finales del año pasado.

Los problemas de la política monetaria no los resuelve más que la solución del déficit, eso está claro; ahora bien, lo que sí resuelve en el corto plazo la posibilidad de control de la política monetaria es la consolidación de certificados de regulación monetaria en pagarés.

En este panorama que nos ha planteado usted hay elementos de mucho pesimismo. Como elemento de optimismo se ha referido a que realmente si baja la tasa de inflación y se contiene el déficit público, bajarán los tipos de interés, pero ¿habrá mucho desfase en este proceso?.

Verá, yo decía que aún llegando a contener el déficit público hay por delante dos años financieros malos, claramente. De modo que si habría un cierto retraso en la baja de tipos de interés, pero yo creo que los tipos de interés, naturalmente, si la inflación baja, es decir, si el año que viene hubiese un 8% ó un 9% de inflación a lo largo del año, esto realmente sería un elemento importante a la baja de los tipos de interés, aunque evidentemente la financiación del déficit estaría tirando al alza de los tipos de interés al mismo tiempo.

Sí, usted ha dicho antes que los coeficientes de caja venían a ser de hecho un impuesto sobre la captación de recursos. Hay una peculiaridad en este impuesto y es que las entidades más recientes son las más afectadas por este impuesto; viene a corresponder en términos medios un gravamen marginal por tener un patrimonio medio más bajo, etc.,

del 6% y más. Este tipo de entidades tienen mayor incentivo para escapar de la cuestión de los coeficientes y han buscado unos instrumentos más dinámicos. En lo que hace referencia a este tipo de entidades, el impuesto es más que regresivo y penalizar la eficiencia no tiene mucho sentido. Además, este gravamen tienen un efecto negativo apreciable para el conjunto de la economía en la medida que penaliza la mejora de los costes de la financiación por parte de la banca.

Me gustaría hacer dos preguntas muy concretas.

La primera es, si con las medidas recientes, se ha dado un frenazo importante a la liberalización del sector financiero, a su flexibilización, al aumento de la competencia y por tanto, en definitiva se ha introducido un factor importante de regresión dentro de la modernización de nuestra economía.

Y la segunda, enlanzando con el tema de los coeficientes de hace unos instantes recojo un elemento que me parece importante. Cuando estaba refiriéndose a que esto es la cristalización de una situación anterior que ya existía, sobre todo en las entidades grandes, ¿no estaba rindiendo esa liquidez 3 ó 4 puntos por encima de los que va a rendir a partir de ahora?. ¿Hasta qué punto se han medido las consecuencias que eso podía comportar para el sector bancario, en esas entidades con enormes volúmenes de liquidez, que no es lo mismo que rindan al 20% o que rindan al 15%, cuando ya hemos visto pues que la crisis bancaria ha tocado por fin a su término?.

¿Hasta qué punto se ha medido o se ha valorado la posibilidad de que encontráramos el renacimiento de otra crisis bancaria, de volumen mucho más grande y en definitiva provocado por la cristalización de una situación anterior, pero con unas rentabilidades mucho más bajas?.

De acuerdo, yo creo que sí. Es curiosa la reacción de la prensa. Cuando he leído que en el nuevo coeficiente de caja la parte no retribuida se reducía al 5% y la parte de depósitos obligatorios retribuidos era el 13% sobre el 18%, y que esta parte retribuida, en vez de retribuirse al 10% como antes, se retribuirá al 13,5%, la reacción de una parte de la prensa de Madrid ha sido la de decir: ya le están metiendo dinero a la banca en el bolsillo. Que indica realmente hasta qué punto con una cierta frecuencia nuestra prensa económica está absolutamente equivocada en lo que dice, y además juega con fuego, porque realmente no se da cuenta de cuál es la verdadera situación de la banca en estos momentos.

Evidentemente, el que se ha tenido en cuenta lo prueba el hecho de que el Banco de España va a hacer el esfuerzo, con cargo a sus beneficios, de aumentar hasta el 13,5% la retribución de esos 13 puntos; además se han mantenido en esos 13 puntos los depósitos obligatorios frente a un 5% de parte no retribuida.

De todas maneras, en la medida en la cual los certificados de regulación monetaria desaparezcan, poco a poco —a lo largo de esos tres primeros meses irán desapareciendo, o van venciendo porque tenían vencimientos cortos— y sean sustituidos por pagarés del Tesoro, entonces va a producirse una sustitución de activos con rentabilidad más alta, porque en este momento la cartera de certificados de regulación monetaria en poder de la banca debía tener un rendimiento medio de aproximadamente un 18,5% o una cosa así, y ahora se sustituirá por unos pagarés que están, bueno, que están rindiendo en estos momentos pues aproximadamente un 16%.

De modo que ahí va a haber una baja de rentabilidad que es la que se ha tratado de compensar con el aumento de rentabilidad de los depósitos obligatorios y con la reducción de la parte no retribuida. De todas maneras, es obvio que esta operación, en conjunto, a la banca le va a afectar la cuenta de resultados, aunque yo creo que realmente le va a afectar poco. Cuando digo que le va a afectar la cuenta de resultados, no digo que la banca no pueda trasladar este mayor coste. Hasta cierto punto sí lo puede trasladar, porque si realmente hay una escasa financiación al sector privado, la banca está en condiciones de transmitir este aumento de costes a los tipos de interés activos libres que practica. Pero esto lo único que quiere decir es que este sistema sube los tipos de interés, pero, de nuevo, no es el sistema quien sube los tipos de interés, es el déficit público.

Se ha calculado en España hasta qué punto el incremento del déficit público es consecuencia de la intervención del Estado o hasta qué punto viene explicado por situaciones cíclicas. ¿Hay algún cálculo que permita saber hasta qué punto el déficit es realmente tan alto?

Sí, hay cálculos y vamos, no puedo decir exactamente en este momento cuáles son los porcentajes, las magnitudes, etc., pero desgraciadamente una parte fundamental del aumento del déficit es de tipo estructural.